

# СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ОРГАНІЗАЦІЙНО-СТРУКТУРНИХ ЗМІН У КОРПОРАТИВНОМУ СЕКТОРІ ЕКОНОМІКИ

Михайло Юрса,  
здобувач кафедри  
міжнародних  
фінансів  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
ім. Вадима  
Гетьмана»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

*На сучасному етапі соціально-економічного розвитку, якому притаманні процеси глобалізації, умови функціонування та характер діяльності корпоративного сектору суттєво змінюються, що зумовлює відхід від стереотипів господарювання та мислення категоріями індустріального суспільства. Трансформаційні процеси, інституційні зміни в економіці країн на пострадянському просторі зумовили особливості виникнення акціонерних товариств та їх подальшого розвитку, і вимагають якісно нових підходів до вивчення діяльності корпоративних структур та оцінки результатів їх роботи. Перехід економіки до ринкових відносин призводить до змін і розвитку нових організаційно-правових форм господарювання більшості суб'єктів економічних взаємовідносин, суттєвої децентралізації управління. У цих умовах відбуваються процеси активного пошуку нових організаційно-господарських форм і механізмів управління діяльністю бізнес-структур корпоративного типу.*

Таким чином, дослідження тенденцій розвитку корпорацій та організаційно-структурних змін в корпоративному секторі на пострадянському просторі є актуальним питанням сучасної економічної науки. Проблематику щодо різних питань розвитку корпоративного сектору порушували у своїх працях: Д.Лук'яненко, О.Мозговий, Д.Леонов, А.Радигін, Т.Долгопятова, В.Євтушевський, О.Бурмака та інші.

В 90-х роках ХХ ст. економіка країн пострадянського простору ввійшла в період глибоких перетворень. Адаптація більшості підприємств до нових умов господарювання проходила зі значними труднощами, які були обумовлені політичною та економічною нестабільністю, недосконалістю податкового законодавства та іншими макроекономічними факторами.

В результаті проведення масової приватизації відбулися якісні зміни в структурі власності підприємств. Так, юридична власність на крупні пакети акцій компаній перейшла, по-перше, в руки інсайдерів та дрібних акціонерів. По-друге, власниками середніх за розміром пакетів акцій стали керівники підприємств та бізнес-структур, які контролювали збут продукції конкретного підприємства через посередницькі комерційні фірми. Третьою значимою групою була держава, в якій залишалися контрольні пакети акцій в низці стратегічних підприємств.

На наступну реструктуризацію корпоративного сектору вплинули фактори:

- запровадження механізмів ринкової економіки;
- формування ефективного власника та вторинний перерозподіл власності;
- гостра потреба в інвестиціях;
- розвиток законодавства в сфері фондового ринку та формування ефективної системи корпоративного управління;
- створення умов для іноземного інвестування;
- глобалізація ринків, активне втягнення в них країн з перехідною економікою в зв'язку з їх привабливістю;
- конкуренція на внутрішніх та зовнішніх ринках.

Крім того, передання крупних і контрольних пакетів акцій стратегічних підприємств приватним інвесторам в процесі проведенні комерційних конкурсів сприяла ринковому перерозподілу прав власності між економічними агентами. В цей же час з'являються нові корпоративні утворення – фінансово-промислові групи, які відіграють значиму роль в економіці держав. Отримавши в розпорядження частковий контроль над одним або декілька підприємствами, у створених бізнес-груп виникли наступні проблеми:

- невеликий пакет акцій створював перепони щодо управління підприємством;

- податкове законодавство не дозволяло отримувати значні прибутки в формі дивідендів,

- виникла потреба в значних фінансових ресурсах для реорганізації системи управління підконтрольними компаніями, інвестування власного виробництва, придбання підприємств-суміжників, які в результаті масової приватизації стали самостійними компаніями, придбання акцій у міноритаріїв;

- в ряді випадків контролюючим групам необхідно було повертати кредити, які використовувалися для придбання підприємств.

Бізнес-групи для вирішення зазначених задач діяли наступним чином:

- концентрували прибуток за кордоном шляхом трансфертного ціноутворення (з використанням крупних західних банків і офшорних фінансових структур), а також шляхом виводу прибутку через зовнішній і внутрішній толлінг та зниження експортних цін;

- після того як отримані таким шляхом кошти надходили на рахунки підконтрольних офшорних компаній, вони розподілялися відповідно пріоритетам груп. В більшості випадків бізнес-групи використовували ці кошти на «виробничі» цілі (такі групи залишилися, а не зникли з економічного горизонту разом з їх власниками);

- крім того, власники пакетів акцій з метою зменшення ризиків втрати майнових прав переводили пакети акцій з компаній-резидентів в компанії-нерезиденти (в більшості випадків в офшорні компанії).

Як показує практика, якщо реструктуризація бізнесу проходить як логічний та добре спланований процес, то вона дозволяє достатньо швидко змінити ситуацію на краще. Разом з тим формується основа стратегії зростання та збільшення вартості бізнес-групи в майбутньому, зокрема, шляхом виходу на фінансові ринки, злиття та поглинання.

Однак процес реструктуризації бізнес-груп в країнах пострадянського простору має ряд особливостей. Серед негативних факторів можна назвати порушення прав акціонерів, недосконалість нормативної бази, соціальне навантаження крупних підприємств, «сірі» схеми в фінансовій сфері, низька якість фінансової та управлінської звітності, бюрократичні бар'єри, корупція та інше.

Але не дивлячись на це, структура власності стратегічних підприємств поступово почала легалізовуватися. В той же час ле-

галізація не змінила відношення до використання офшорних компаній, так як це могло привести до значних фінансових витрат і виникненню майнових ризиків. Відповідно, наступним логічним кроком стало створення офшорних холдингів. Типова структура холдингу виглядає таким чином, як це відображено на рис. 1.

Характерними рисами такого холдингу є функціональна спеціалізація елементів холдингу (створення для кожного напрямку діяльності окремої компанії) та деревоподібна структура, яка відповідає принципам прозорості володіння. Такий підхід обумовлений питаннями контролю та податків.

Фінансова схема функціонування холдингу діє наступним чином. Прибуток холдингу акумулюється в торговельних організаціях, звідки перераховується в головну холдингову компанію для подальшого використання. Компанії-резиденти перераховують прибуток в холдингову компанію-резидент, а іноземні компанії, в іноземну холдингову компанію. Торговельні організації придбають продукцію у виробничих підприємств за трансфертними цінами.

Слід зазначити, що організаційні схеми стали квазілегальними, тобто формально вони не суперечали діючому законодавству. Офшорні мережі, не дивлячись на негативні аспекти податкової оптимізації, дали економічний ефект та сприяли розвитку корпорацій, які використовували їх з метою:

- податкової оптимізації;
- володіння активами (зберігання та продаж);
- управління активами;
- як центри концентрування прибутків;
- накоплення інвестицій та подальшого міжнародного інвестування;
- залучення інвестицій шляхом розміщення акцій та боргових цінних паперів на західних фондових біржах;
- злиття та поглинання;
- отримання дивідендів;
- диверсифікації ризиків.

За оцінками Московської школи управління «Сколково», з 630 дочірніх компаній та філій, які в 2006 році мали за кордоном 25 самих крупних за розмірами російських ТНК, 156 (25 %) були розташовані в офшорних юрисдикціях [1].

Офшорні мережі формуються на основі низки компаній, які зареєстровані в класичних та так званих «м'яких» оффшорах. Наприклад, кіпрська офшорна компанія «Mountrise Ltd» контролювала 75,88 % акцій ВАТ «Челябинский трубопрокатный



Рис. 1. Типова структура холдингу

завод», яке володіло контрольним пакетом акцій ВАТ «Первоуральський новотрубний завод». В свою чергу «Mountrise Ltd» контролювалося двома офшорними компаніями з іншої офшорної юрисдикції. Подібна схема використовується металургійним російським холдингом «Металлоінвест» та іншими корпораціями [2].

Консолідація активів та їх передання під контроль офшорної компанії спрощує їх реалізацію, оскільки дозволяє передавати не самі активи безпосередньо, а офшорну компанію, яка володіє цими активами. Використання офшорів в структуруванні бізнесу не тільки посилює правовий захист активів, а і підвищує їх міжнародну привабливість. Іноземні інвестори віддають перевагу інвестуванню в активи, власником яких є офшорна компанія. Також компанії, яка зареєстрована в країнах-членах Європейського Союзу та має пільговий режим оподаткування, простіше подолати різні регіональні інтеграційні бар'єри на шляху проникнення капіталів із третіх країн.

З проведених російськими корпораціями в 2006 році 21 IPO в шести випадках російські активи реєструвалися під юрисдикцією Голландії та Люк-

сембургу, а потім акції розміщувалися на Лондонській фондовій біржі [3].

Вивезені раніш офшорними компаніями капітали частково повертаються в оншорні країни. Так, в 2007 р. 75 % іноземних інвестицій в Росію надійшло з різних офшорних юрисдикцій [4]. Подібна ситуація з інвестиціями в Україні.

З іншого боку, використання офшорів призводить до зменшення податкової бази бюджету таких країн. Так, організація Tax Justice Network в доповіді «Вартість офшорів» оцінила податкові втрати країн, які концентруються в офшорних юрисдикціях в розмірі 255 млрд дол. в рік. [5]. Податкові втрати США від використання корпораціями схем з офшорними юрисдикціями складають 50 млрд дол. щорічно [6]. Ухилення від оподаткування щорічно обходиться Німеччині в 30 млрд євро [7].

Значні податкові втрати пов'язані з зміною власника активів. Так 80 % угод з продажу російських активів на фондовому ринку проходило через офшори. [8] Однією з найбільших подібних угод стала купівля в 2005 році ВАТ «Газпром» нафтової компанії ВАТ «Сибнефть» вартістю 13 млрд дол. «Газпром» пере-

рахував п'яти іноземним офшорам, які контролювалися зареєстрованою в Лондоні компанією «Millhouse Capital UK Limited», близько 10 млрд дол. приблизно за 56 % акцій, а за інші 16,7 % – 3 млрд дол. сплатила тим же офшорам дочірня компанія в Голландії «Gazprom Finance B. V.». Тобто була угода між іноземними компаніями.

Слід зазначити, що власниками більшості крупних компаній як в Росії, так і в Україні є офшорні компанії, кінцевими бенефіціарами яких є резиденти цих країн. Відповідно до експертних оцінок авторитетних російських видавництв, за неофіційною статистикою на початок 2007 року до 80 % угод на російському ринку здійснювалось через офшорні юрисдикції, серед акціонерів більшості російських компаній були іноземні засновники, які зареєстровані в країнах з пільговим оподаткуванням [9]. За іншими даними, біля 40 % акцій, які торгуються на ММВБ, контролюються іноземними інвесторами, з яких 70 % належать офшорним компаніям, бенефіціарами яких є російські підприємницькі структури [10]. Причинами такої ситуації є:

По-перше, володіння активами через офшорні компанії є надійним захистом в умовах проведення неоднозначної державної політики щодо майнових прав (слабкий законодавчий захист інвесторів, політика реприватизації підприємств, рейдерство, свавілля чиновників та інше). Розвинуті юридичні інститути в офшорах створюють комфортне середовище для бізнесу (офшори є достатньо гнучкими та динамічними, в той же час інформація відносно структури є не публічною, за винятком обов'язкової публікації інформації при розміщенні облігаційних позик та проведення IPO).

По-друге, законодавство (податкове, в сфері функціонування цінних паперів та інвестицій) не сприяло ефективному розвитку та конкурентоспроможності корпорацій.

На нашу думку, використання офшорних мереж стало позитивною особливістю на етапі створення та розвитку корпоративних структур, в країнах на пострадянському просторі, виходячи з умов економічної та політичної реальності та з врахуванням також того, що це стало передумовою трансформації в транснаціональні корпорації, та є пошуком свого місця національними бізнес-групами в системі міжнародних економічних відносин. Так в крупних компаніях Росії та України процес реструктуризації, метою якого

були зростання їх вартості та приведення структури відповідно до очікувань власників, став об'єктивною необхідністю для їх подальшого довгострокового розвитку.

Основною і в цілому позитивною тенденцією стає перехід від багатогалузевих холдингів і конгломератів до більш керованих і структурованих форм корпоративних груп. Насамперед змінюються критерії формування таких структур:

- технологічна і фінансово-економічна доцільність приєднання нових активів (підприємств);
- високий рівень корпоративного контролю дочірніх структур (75 % і вище);
- організаційно-правова трансформація (в тому числі злиття, консолідація в рамках і між холдингами, перехід на єдину акцію в холдингах та інше).

В найбільшому ступені це стає характерним для тих груп, «ядро» яких сформувалося до 2000 року і які пройшли вже реорганізацію в різних формах. Наприклад, продаж непрофільних активів (виробництв), виділення спеціалізованих субхолдингів (с одночасною консолідацією відповідних активів), оптимізація системи управління (в тому числі з метою установлення жорсткого контролю менеджменту), досягнення певного рівня прозорості та публічності [11].

Доцільність вертикальної інтеграції визначається самими компаніями залежно від вертикального побудування необхідної технологічної ланцюжка, який би включав весь технологічний цикл. Наприклад, металургійні корпорації приєднують гірничо-збагачувальні підприємства, скуповують акції енергетичних компаній. Результатом побудови вертикально інтегрованих корпоративних структур стає поглинання ними постачальників сировини та матеріалів.

Існують різні точки зору щодо ефективності вертикальної інтеграції. В Україні, як і в Росії це пов'язано з перерозподілом власності. Перехоплення контролю над постачальниками або споживачами означає зупинку вертикально інтегрованої ланцюжка. Випадки тиску непоодинокі (найбільш відомі приклади з вугільними шахтами та гірничо-збагачувальними комбінатами). Так компанія «Смарт-груп», яка володіла гірничо-збагачувальними комбінатами, створювала проблеми ряду металургійних підприємств, які не мали власної сировини, до прийняття ними рішення про приєднання до вертикально-інтегрованих металургійних холдингів.

Типовий приклад вертикальної інтеграції в Україні є холдинг «Метінвест», в Росії -

основні нафтові компанії, металургійні холдинги «Северсталь», «Євразгрупа», «Мечел». Зазначені холдинги зацікавлені в контролі і енергетичних компаній.

В той же час навіть найбільш «просунуті» вертикально інтегровані групи не завжди відповідають назві. Тому що відповідно до виникнення вони являлися конгломератами, і ця трансформація продовжується.

Важливою перевагою конгломератних вкладень (вкладень в непрофільні активи) для видобувних компаній є можливість згладжування цінових коливань. Так придбання золотодобувних компаній «ГМК Норильський никель» пов'язано з тим, що основний бізнес холдингу – здобування платиноїдів – залежить від значних коливань цін на платину, в той же час коливання цін на золото не такі значні та знаходяться в протифазі до динаміки цін на платину [12]. Тому в сучасних умовах вертикально інтегровані групи в більшості випадків мають змішану форму інтеграції, яка об'єднує вертикальну та конгломератну форми.

Горизонтальна інтеграція характеризується такими перевагами як економія витрат виробництва та збуту, зменшення податкових виплат. Типовими прикладами є машинобудівні холдинги в Росії (наприклад, «Силовые машины»), холдинги ЗАТ «Метінвест» (Росія) та ТОВ «Смарт-груп» (Україна), які об'єднали гірничо-збагачувальні комбінати в Росії та Україні відповідно. І якщо на початку 2000-х років більше було горизонтальних злиттів, то з 2005 року ситуація змінилася ц бік збільшення вертикальних.

Консолідація власності в рамках бізнес-групи пов'язана з намірами реальних власників збудувати максимально керовану корпоративну структуру (в рамках корпоративного контролю). Організаційно-структурні зміни стали наслідком експансії, консолідації групи та формування багаторівневих холдингових структур. Можна навести два основних напрямки такої реорганізації:

- стратегія упорядкування активів (звільнення від непрофільних активів);
- посилення систем управлінського та майнового контролю.

Деякими бізнес-групами розглядалося питання щодо трансформації в непублічну структуру єдиної консолідованої компанії, перетворення ВАТ на ТОВ. В січні 2002 року вперше в Росії це питання перенесено в прикладну площину та включене в порядок денний зборів акціо-

нерів ВАТ «Уралкалий», пізніше в Україні це питання включалося в порядок денний зборів акціонерів ВАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат».

В 2000-х роках більш явною стає диверсифікація управлінських моделей бізнес-груп. Так А. Радигін [11] виділяє три основні моделі управління:

- фінансова (можливість широкої диверсифікації бізнесу, інвестиційні функції, невтручання в виробничу діяльність та затвердження бюджетів і інвестиційних програм основних бізнес-одиниць, критерій «профільності» яких – висока рентабельність на вкладений капітал;

- операційна (монобізнес, директивно-функціональне управління операціями;

- стратегічного планування та контролю (наявність бізнес-ядра, невтручання в операційну діяльність, функції визначення корпоративної стратегії, підпорядкування фінансової діяльності стратегічним задачам, основний критерій «профільності» – розвиток бізнес-ядра та інших бізнес-одиниць, які дають ефект синергії.

Більшість крупних компаній знаходяться в стадії становлення та зростання, і тільки деякі з них набули стабілізації своєї майнової та управлінської структури та прийшли до вибору тієї чи іншої моделі. Якщо на стадії становлення та зростання основною функцією головної (управляючої) компанії групи (холдингу) було встановлення і підтримка контролю, то на даний час проходить поступове переосмислення функцій центральної структури. Це пов'язано з необхідністю оптимізації загальнокорпоративної структури управління з метою підвищення економічної ефективності та збільшення вартості бізнесу. В цьому сенсі без переходу на єдину акцію неможливо підвищення капіталізації холдингу [13].

В багатьох бізнес-групах залишаються елементи операційної моделі управління. Головна структура надає бізнес-одиниці самостійність в управлінні операціями та створенні вартості, здійснюючи при цьому постійний управлінський контроль менеджменту.

Незважаючи на існуючу модель, в рамках групи склалася стандартна організація оперативного управління в компаніях, основними рисами якої є:

- бюрократизація нижчої та середньої ланок (детальні регламенти, стандартизація та формалізація процедур прийняття рішень, особливо фінансових, складні процедури погодження та інше);

- прийняття важливих рішень основними акціонерами та вищим менеджментом в режимі on-line без ніяких процедур.

Але там де є реальні іноземні акціонери (не офшорні компанії, якими володіють резиденти) з значимим пакетом акцій, рішення приймаються відповідно до встановленої внутрішніми документами процедури.

До фінансової моделі управління умовно можна віднести бізнес-групу «Приватбанк», яка має яка складну структуру управління з елементами операційної моделі. До стратегії розвитку бізнес-ядра можна віднести групи «Северсталь», «Метінвест», та низку російських нафтових компаній.

Тенденцією розвитку сформованих холдингів стало вихід на міжнародний рівень (як відмічалось вище передумовою цього процесу було створення офшорних холдингів) шляхом як проведення розміщення акцій на міжнародних фондових біржах так і шляхом злиття з транснаціональними корпораціями.

Так, в 2005 році 16 російськими компаніями в результаті IPO було залучено біля 5 млрд дол., в 2006 році цей показник досяг 17,7 млрд дол. (26 компаній), а в 2007 році 23 компанії залучили вже 29,4 млрд дол. [14] За даними аналітичної групи M&A-Intelligence журналу «Слияния и Поглощения» обсяг угод російського ринку M&A в 2007 році склав 125,0 млрд дол. Тільки за кордоном російські компанії придбали активів в цьому році на загальну суму 20,8 млрд дол., що в два рази більше результату 2006 року (10,7 млрд дол.). В Україні ринок M&A в 2007 році склав 10 млрд дол. (без включення злиття металургійних активів «Метінвеста» (20 млрд дол.) та «Смарт-холдингу» (5 млрд дол.). [15].

Проте без створення в державі економічних та політичних умов, насамперед стабільності, наявності стратегії розвитку корпоративного сектору та ефективної нормативно-правової бази, корпорації не будуть мати стимулів для подальшого розвитку, а отримані ними прибутки стануть інвестиціями за кордоном.

### ВИСНОВКИ

Консолідація власності, концентрація акціонерного капіталу, об'єднання підприємств та реорганізація вже створених бізнес-груп (холдингів), внутрішня та міжгалузєва експансія стали головними тенденціями інституціонального розвитку корпоративного сектору в 2000-х роках в країнах СНД. Це стало

характерним не тільки для приватних корпорацій та груп, а в значній ступені – для держави в особі виконавчої влади, яка запроваджувала відповідну політику відносно державних активів.

Використання офшорних мереж на етапі створення та розвитку корпоративних структур стало фактором до їх зростання та конкурентоспроможності на світовому ринку, а також передумовою до їх трансформації в транснаціональні корпорації. Проте без створення в державі економічних та політичних умов, насамперед стабільності, наявності стратегії розвитку корпоративного сектору та ефективної нормативно-правової бази, корпорації не будуть мати стимулів для подальшого розвитку, а отримані ними прибутки стануть інвестиціями за кордоном.

### ЛІТЕРАТУРА

1. Российские компании штурмуют мировые рынки. Первый рейтинг российских компаний – лидеров по масштабам бизнеса за рубежом
2. Проспект цінних паперів ВАТ «Холдинговая компания «Металлоинвест»» от 22 липня 2008 р.
3. www.sia.ru
4. РГ - Бизнес. 2008. 15.04
5. Price of Offshore // Tax Justice Network, March 2005
6. Tax Notes Today. 2007. Oct. 10
7. Independent. 2008. March 11
8. Коммерсантъ. 2006. 11 нояб.
9. Е. Голикова. Оффшоры европейской сборки // Коммерсант Деньги. – № 13 2007 р.
10. М. Рубченко. Цена трансфертных цен // Эксперт. – № 5 2008 р.
11. А. Радыгин. Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп. // Российский журнал менеджмента № 4 2004 р. с.35-58
12. А. Иванова. Поглощения: за и против. Финанс. (35) 2003 р., с. 18-35
13. А. Тужилин. Создание в группе компаний системы защиты от враждебных действий конкурентов. // Рынок ценных бумаг № 11 2001р., с.18 - 21
14. Фондовый рынок. «Слияние и поглощение», № 3 2008 р, с.10
15. В. Струков. Сделки M&A в финансовом секторе Украины // Слияние и поглощение. № 4 2008 р., с. 20